

ผลกระทบของการซื้อขายรายใหญ่ และผลกระทบแบบถาวร ต่อความสอดคล้องกันของ
ราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมของประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ผลกระทบของการซื้อขายรายใหญ่ และผลกระทบแบบถาวร ต่อความสอดคล้องกันของ
ราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมของประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 17 มีนาคม พ.ศ. 2564



.....
นางสาว ภรณ์พัทธ์ โพธิ์ธนสาร
ผู้วิจัย

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ นริรัตน์ เตชพิรุณทอง,
Ph.D.
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยะภัทร ธาระวานิช,
Ph.D.
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....
รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,
Ph.D.
คณบดี
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา,
Ph.D.
กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ได้ด้วยดีได้เนื่องจากได้รับความกรุณาแนะนำและช่วยเหลืออย่างดียิ่ง จากอาจารย์ที่ปรึกษา ผศ.ดร.นริรัตน์ เตชพิรุณทอง ที่ได้ให้คำปรึกษา แนะนำ ข้อมูล แก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ตลอดจนกรุณาตรวจสอบแก้ไขและปรับปรุงให้สารนิพนธ์ฉบับนี้ เสร็จสิ้นสมบูรณ์ และขอขอบพระคุณ รศ.ดร.ชาติร์ จันทร โคลิกา ที่ช่วยให้คำปรึกษาและชี้แนะ ใน ส่วนของการทดสอบแบบจำลองต่างๆ สำหรับสารนิพนธ์ฉบับนี้ ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการ วิจัยเป็นอย่างยิ่ง ทำให้ผู้วิจัยสามารถดำเนินการจนประสบความสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี ผู้วิจัยขอกราบ ขอบพระคุณด้วยความเคารพอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณบิดามารดา ครอบครัว และเพื่อนๆ ที่สนับสนุน ช่วยเหลือ และให้ กำลังใจด้วยดีตลอดจนงานวิจัยนี้สำเร็จเสร็จสิ้นไปได้ด้วยดี โดยทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสาร นิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ เพิ่มความรู้ให้แก่ผู้ที่สนใจ และสามารถนำข้อมูลจากการวิจัยไปใช้ พัฒนาและต่อยอดให้เกิดประโยชน์สูงสุด

ภรณ์พัทธ์ โพธิ์ธนสาร

ผลกระทบของการซื้อขายรายใหญ่ และผลกระทบแบบถาวร ต่อความสัมพันธ์ของราคา
หลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมของประเทศไทย

THE IMPACT OF BLOCK TRADES AND PERMANENT IMPACT ON STOCK PRICE
SYNCHRONICITY IN THAILAND STOCK MARKET

ภรณ์พัทธ์ โพธิ์ธนาสาร 6250109

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.,
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) ในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงราคาหลักทรัพย์รายตัว (Single stock future) ในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 การวิจัยนี้ค้นพบว่าการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) มีความสัมพันธ์กับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) กับดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ไปในทิศทางตรงกันข้าม แต่Block trade กลับไม่มีความสัมพันธ์กับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) กับกลุ่มอุตสาหกรรม และคำนวณจากการซื้อขายจะนำไปสู่การเบี่ยงเบนของราคาหลักทรัพย์จากมูลค่าพื้นฐาน ซึ่งจะเกิดขึ้นชั่วคราวแทนที่จะเป็นแบบถาวร โดยใช้ค่าผลรวมของผลกระทบถาวรของ Block trade แต่ละบริษัททั้งหมดใน 1 ปี สัมบูรณ์ (Sum Price Impact) และ ค่าเฉลี่ยของผลกระทบถาวรของ Block trade แต่ละบริษัททั้งหมดใน 1 ปี สัมบูรณ์ (Avg Price Impact) ในการวิเคราะห์สมการถดถอย จากข้อมูลทั้งหมดสามารถสรุปได้ว่า Block trade ในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) สามารถเผยแพร่ข้อมูลเฉพาะของบริษัท ลงไปสู่ราคาของหลักทรัพย์ได้

คำสำคัญ : Block trade / Synchronicity / Sum Price Impact / Avg Price Impact

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.3 ผลกระทบแบบถาวร ต่อ Block trade	24
4.4 ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ ทางเลือก เพื่อทดสอบ sensitivity	27
4.4.1 การซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม	27
4.4.2 ผลกระทบด้านราคาอย่างถาวรของ Block Trade ต่อ Synchronicity	32
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	34
บรรณานุกรม	36
ภาคผนวก	38
ภาคผนวก ก	39
ภาคผนวก ข.	49
ประวัติผู้วิจัย	51

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
3.1	แสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียน, จำนวนบริษัทที่มี BLOCK TRADE และจำนวน BLOCK TRADE รายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562	10
3.2	ตารางอธิบายบทนิยาม, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูลของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย	11
4. 1	แสดงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆของการซื้อขายรายใหญ่	18
4. 2	แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย BLOCK มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมโดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ	21
4. 3	แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของผลกระทบของราคารวม (SUM PRICE IMPACT) ผลกระทบของราคาเฉลี่ย (AVG PRICE IMPACT), BLOCK TRADES ที่มีผลกระทบกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (SYNCHRONICITY) ของหลักทรัพย์ โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ	25
4. 4	แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย BLOCK มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมโดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ROBUSTED)	28
4. 5	แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของผลกระทบของราคารวม (SUM PRICE IMPACT) ผลกระทบของราคาเฉลี่ย (AVG PRICE IMPACT), BLOCK TRADES ที่มีผลกระทบกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (SYNCHRONICITY) ของหลักทรัพย์แบบล่าช้า โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ROBUSTED)	32

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
<p>ผ. 1 ตาราง Block Indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10% , 5% และ 1% ตามลำดับ</p>	39
<p>ผ. 2 ตาราง BLOCK INDICATOR ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ</p>	41
<p>ผ. 3 ตาราง BLOCK RATIO ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ</p>	43
<p>ผ. 4 ตาราง SUM PRICE IMPACT ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ</p>	45

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง		หน้า
ผ. 5	ตาราง AVERAGE PRICE IMPACTของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า T-VALUES โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ	47
ผ. 6	ลักษณะของสัญญา SINGLE STOCK FUTURE (SSF)	50



บทที่ 1

บทนำ

การพัฒนาขึ้นของตลาดทางการเงินสามารถสร้างความเติบโตทางเศรษฐกิจได้ โดยการพัฒนาจากการจัดสรรงบประมาณอย่างมีประสิทธิภาพ (King & Levine, 1993; Rajan & Zingales, 1998) ตลาดหลักทรัพย์ที่มี synchronicity ต่ำ ก็จะมีข้อมูลจำเพาะของแต่ละบริษัทนั้นอยู่เยอะ ซึ่งทำให้การจัดสรรงบประมาณไหลไปยังโครงการหรือบริษัทที่ดี (Wurgler, 2000) ถ้าเทียบกับตลาดที่พัฒนาแล้ว กับตลาดที่กำลังเติบโตซึ่งปกติจะมี synchronicity ที่สูง หลักๆแล้วก็มาจากความไม่สมบูรณ์ในการบังคับใช้ข้อกำหนดให้บริษัทต่างๆเปิดเผยข้อมูล โครงสร้างการเป็นเจ้าของซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการซื้อขายน้อยกว่าแบบมีข้อมูล ทำให้ข้อมูลจำเพาะของแต่ละบริษัทจะถูกกระจายเข้าไปในราคาหลักทรัพย์ได้น้อย (Gul, Kim, & Qiu, 2010)

ตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังเติบโตและมีค่า synchronicity มาก จะมีความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดอยู่ค่อนข้างมาก ซึ่งบ่งชี้ถึงความไม่มีประสิทธิภาพ ของการจัดสรรงบประมาณ ในการเติบโตของเศรษฐกิจที่ดี ทำให้นักลงทุนเริ่มเข้าใจถึงประสิทธิภาพที่ดีของเศรษฐกิจ ว่ามีความสำคัญมากกว่าการเติบโตเพียงอย่างเดียว เพราะฉะนั้นการดูถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบกับ synchronicity อาจจะทำให้เราเห็นแนวทางใหม่เกี่ยวกับปัญหาของประสิทธิภาพ ในการเติบโตของเศรษฐกิจ และการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์

ถึงแม้ว่าหลักฐานทางงานวิจัยต่างๆ จะมีการกล่าวถึงผลกระทบของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีที่มาจากการบริหารภายในองค์กร นักลงทุนสถาบัน นักลงทุนต่างชาติ และ คุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอก (Gul et al., 2010) แต่การศึกษาในเรื่องของBlock trade ในประเทศไทยกลับไม่ได้รับความสนใจเท่าที่ควร เนื่องจากข้อมูลที่มีน้อยที่จะศึกษา ซึ่งงานวิจัยชิ้นนี้จะเติมเต็มช่องว่าง โดยการศึกษาผลกระทบของBlock trade ที่มีผลต่อราคา synchronicity เนื่องจาก Block trade จะนำข้อมูลจำเพาะต่างๆ ของบริษัทเข้าไปกระจายอยู่ในราคาหลักทรัพย์ด้วยเหตุผลหลักๆคือ มีการสื่อสารอย่างมีประสิทธิภาพเนื่องจากการสื่อสารโดยตรงจากทั้งฝั่งของผู้ซื้อและผู้ขาย (e.g., Easley and O'Hara, 1987) ทำให้มีการส่งผ่านข้อมูลกันโดยไม่ผ่านตัวกลาง ทำให้ข้อมูลจำเพาะต่างๆยังสะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งราคาหลักทรัพย์เองก็จะสะท้อนมาจากBlock trade เช่นกัน จากงานวิจัยที่ทางเราได้นำมาใช้อ้างอิงผลคือBlock trade มีการทำให้ค่า synchronicity ลดลงอย่างมาก งานวิจัยได้มีการสรุปว่าบริษัทที่มีBlock trade จะมีการพัฒนาการกระจายข้อมูลจำเพาะของแต่ละ

บริษัทให้เข้าไปอยู่ในราคาหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น (Qingbin Meng a,* , Xuan Song a , Chunlin Liu b , Qun Wu b , Hongchao Zeng b, 2020)

ในการพิสูจน์คำอธิบายที่เชื่อมโยงความสอดคล้องกันของผลตอบแทนจากหุ้นที่ต่ำกับการซื้อขายรอบกว่นที่มากขึ้นนั้น เราได้สร้างผลกระทบด้านราคาอย่างถาวรของBlock tradeขึ้นมาและใช้เพื่อวัดเนื้อหาข้อมูลของBlock trade หากการลดลงของ synchronicity เกิดจากการเพิ่มขึ้นของการซื้อขายรอบกว่น เราควรพบความสัมพันธ์ระหว่างเนื้อหาข้อมูลของ Block trade กับ synchronicity อย่างไรก็ตามผลลัพธ์ของเราไม่ได้สอดคล้องกับการคาดเดานี้ จากนั้นเราจะแยกความแตกต่างระหว่าง Premium block trade และ Discount block trade ในแง่ของผลกระทบเกี่ยวกับ Stock price synchronicity จากหลักฐานที่แสดงว่าการซื้อขายแบบบล็อกที่เริ่มต้น โดยผู้ซื้อและผู้ขายมีผลกระทบที่ไม่สมดุลต่อหุ้นราคา (เช่น Kraus & Stoll, 1972; Chan & Lakonishok, 1993, 1995; Keim & Madhavan, 1996; Saar, 2001) อาจมีความแตกต่างระหว่าง Premium block trade และ Discount block trade ในเรื่องของจำนวนข้อมูลเฉพาะของบริษัทที่รวมอยู่ในราคาหุ้น ผู้วิจัยพบว่าผลกระทบของ Premium block trade ที่มีต่อ Synchronicity นั้นมีมากกว่ากว่า Discount block trade อย่างมีนัยสำคัญ

ผู้วิจัยทำการทดสอบเพิ่มเติมเพื่อตรวจสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) โดยการใช้ Lead และ Lag term ก่อนหน้าหรือย้อนหลังออกไปเพื่อลดปัญหาที่อาจเกิดความเลื่อมล้ำของการถ่ายทอดข้อมูลต่างๆ ทำให้ผลที่เกิดขึ้นนั้นแสดงผลก่อนหรือหลังจากการกระทำที่เกิดขึ้นจริง จากการบันทึกราคาปิด ณ เวลาที่แตกต่างกัน

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ผลกระทบของ Block trade ต่อความเป็นไปในทิศทางเดียวกันของราคาหลักทรัพย์ (synchronicity) เริ่มตั้งแต่ก่อนที่จะมีBlock trade มากกระทั่ง Block trade ได้เข้ามาในตลาด จนถึงตลาดในปัจจุบัน และศึกษาอิทธิพลต่างๆ ที่อาจจะส่งผลกระทบต่อ Block trade เช่น ข้อมูลข้อเท็จจริงและสาระสำคัญภายในของบริษัท, ผลการดำเนินงานของบริษัท, ผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียงในบริษัท โดยศึกษาในกลุ่มของ ผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุดของบริษัท นักลงทุนสถาบัน รัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจ, Premium/Discount Block ซึ่งจาก indicator ต่างๆในหลากหลายด้าน สามารถนำมาตอบโจทย์ของวัตถุประสงค์ของการศึกษาในการศึกษารุ่นนี้ได้ โดยมีวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาดังนี้

1. ศึกษาผลกระทบของ Block trade ที่มีต่อความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (synchronicity)

2. ศึกษาความเชื่อมโยงของจำนวนข้อมูลข่าวสารของ block trades ที่มีต่อความเปลี่ยนแปลงของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (synchronicity)

3. ศึกษาความแตกต่างระหว่าง Premium Block Trade และ Discount Block Trade ที่มีต่อความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (synchronicity)

สำหรับขอบเขตข้อมูลในการศึกษาวิจัยนี้ได้แบ่งขอบเขตข้อมูลเป็น 3 ขอบเขตดังต่อไปนี้

1. ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ของราคาหลักทรัพย์รายวันและสัปดาห์ และตัวบ่งชี้รายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

2. ข้อมูลBlock trade และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าอ้างอิงราคาหลักทรัพย์รายตัว (Single stock future) ในตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (TFEX) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

3. ข้อมูลBlock trade ของจำนวนการซื้อขายแลกเปลี่ยนสถานะคงค้างของสัญญาในตลาด (Open Interest) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งมีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาค้นคว้าวิจัยไว้มากมาย วรรณกรรมที่เริ่มศึกษาเกี่ยวกับค่า synchronicity ของ King (1966) ได้ศึกษาไว้ว่า ปัจจัยของตลาดและอุตสาหกรรมเป็นตัวบ่งชี้ที่มีความสำคัญสำหรับทิศทางและขนาดของการเคลื่อนที่ของราคาเฉพาะหลักทรัพย์นั้น ต่อมา Roll (1987) พบว่า การมีส่วนร่วมกันของระดับตลาด, ระดับอุตสาหกรรม และข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์ มีผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และการแนะนำของการลงทุน ซึ่งค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์นั้นขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ของจำนวนข้อมูลที่แตกต่างกันของเฉพาะหลักทรัพย์นั้นๆ ค่า synchronicity จะลดลงหรือเพิ่มขึ้นนั้นขึ้นอยู่กับข้อมูลเฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์นั้นๆ การใช้ค่า R-squares (R^2) ในการวัดที่พัฒนาโดย Roll (1987), Morck, Young, and Yu (2000) อธิบายว่า ค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) มีค่าสูงกว่าหลักทรัพย์ในตลาดที่พัฒนาแล้ว ซึ่ง Roll (1987), Morck, Young, and Yu (2000) ค้นพบหลักฐานว่า ข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์มีน้อย เนื่องจากมีการปกปิดข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงเกี่ยวกับบริษัทหลักทรัพย์ของนักลงทุนบางกลุ่ม เพื่อไม่ให้มีผลต่อราคาการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ตั้งแต่นั้นมา มีการศึกษาเชิงประจักษ์มากมายเกี่ยวกับข้อมูลของหลักทรัพย์ที่เฉพาะเจาะจงส่งผลต่อการลดลงของค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ เช่น Durnev, Morck, & Yeung, 2004; Durnev, Morck, Yeung, & Zarowin, 2003

การศึกษาค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับข้อมูลที่เฉพาะเจาะจงของบริษัทหลักทรัพย์นั้นๆ การศึกษาที่มีอยู่นั้นได้ระบุไว้หลากหลาย ปัจจัยที่มีผลต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์โดยมีอิทธิพลทั้งการผลิตและการเผยแพร่ของข้อมูล ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลต่อค่า synchronicity เช่น การปกปิดข้อมูลหลักทรัพย์ของนักลงทุนที่ไม่ดี (Morck, Young, and Yu, 2000), การที่ตลาดทุนมีการเปิดและกฎระเบียบของระบบตลาด (Li, Morck, Yang, & Yeung, 2004), และสถานะของข้อมูลที่เป็นสาธารณะ (Jin, & Myers, 2006), Dang, Moshirian, and Zhang (2015) ที่พบว่า โดยปกติแล้วข้อมูลข่าวสารทั่วโลกและสภาพแวดล้อมของเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อข่าวสารและเงินทุนของเฉพาะบริษัทหลักทรัพย์นั้นด้วย ซึ่งจะส่งผลต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์นั้นๆด้วย การศึกษาปัจจัยที่เกี่ยวข้องระดับบริษัท ได้อธิบายไว้ใน Jin & Myer (2006)

การศึกษาของ Ferreira and Laux (2007) พบว่า บทบัญญัติการต่อกรของบริษัที่มีผลในเชิงลบ ต่อผลตอบแทนของเฉพาะหลักทรัพย์นั้น Hutton et al. (2009) พบว่า ข้อมูลเกี่ยวกับการเงินของ เฉพาะหลักทรัพย์ที่ไม่ได้อยู่ในตลาดส่งผลต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ Piotroski and Roulstone (2004) พบว่า การซื้อขายของผู้ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์มี 3 รูปแบบคือ นักวิเคราะห์ การเงิน (financial analyst), นักลงทุนสถาบัน (institutional investors) และผู้ที่มีข้อมูลภายใน (Insiders) ซึ่งจะมีข้อมูลที่แตกต่างกัน โดยไม่พบความเกี่ยวข้องกับค่า synchronicity ของราคา หลักทรัพย์ Brockman and Yan (2009) ศึกษาเกี่ยวกับการเป็นเจ้าของ Block trade กับข้อมูล เฉพาะเจาะจงของหลักทรัพย์ในบริษัทอเมริกา (U.S.) และ Li, Qiao, and Zhao (2019) ศึกษา ผลกระทบของการสื่อสารของ CEO และนโยบายที่มีต่อหลักทรัพย์นั้น ซึ่งจะส่งผลต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งพวกเขาพบว่า การสื่อสารของ CEO จะช่วยลดค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ได้ด้วย การใช้ข้อมูลที่ไม่เหมือนใครในตลาดหลักทรัพย์จีน และ Qingbin Meng, Xuan Song, Chunlin Liu, Qun Wu, และ Hongchao Zeng (2020) พบว่า การซื้อขาย Block trade ของราคาหลักทรัพย์, ข้อมูลข่าวที่เพิ่มขึ้น และการซื้อขาย Premium Block trade มีต่อทำให้ค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ลดลง ซึ่งตลาดทุนจีนเป็นตลาดเกิดใหม่เป็นแรงบันดาลใจ ของงานวิจัยนี้ที่จะศึกษาการศึกษาการซื้อขาย Block Trade ข้อมูลข่าวสารมีผลต่อค่า synchronicity ของราคาหลักทรัพย์นั้นๆด้วย

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวความคิดเกี่ยวกับสมมติฐานการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของ ราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม

แนวคิดนี้เกิดจากการที่การซื้อขาย Block ที่เพิ่มมากขึ้นจะมีผลกับปริมาณการซื้อขาย ของ Single Stock Future ที่อ้างอิงมาจากหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะทำให้ปริมาณการซื้อขายของ หลักทรัพย์เพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์เป็นอย่างมาก การซื้อขาย Block นั้นเป็นการซื้อ ขายหลักทรัพย์ที่มีปริมาณมากต่อรายการซื้อขาย Block เช่น ผู้ซื้อรายการซื้อขาย Block โบรกเกอร์ จะไปซื้อหลักทรัพย์ที่อ้างอิงกับรายการซื้อขาย Block นั้น จะทำให้ราคาของหลักทรัพย์ขึ้นหรือมีผล กับผู้เสนอซื้อหลักทรัพย์ (Offer) ในตลาด จะมีผลต่อความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคา ตลาดและราคาอุตสาหกรรม

แนวคิดนี้จะต้องอธิบายได้ว่า การซื้อขาย Block มีผลกระทบต่อความสอดคล้องของ ราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมหรือไม่ หรือมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร เช่น

ปริมาณการซื้อขาย Block มีผลทำให้ความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมลดลง เนื่องมาจากผู้ที่ทำรายการซื้อขาย Block นั้นรู้ข้อมูลบางอย่างเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ค่าความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม ที่บอกว่าราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรมมีความสอดคล้องกับราคาหลักทรัพย์ (Price Synchronicity) เป็นอย่างไร

2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 สมมติฐานที่อธิบายถึงการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า มีสมมติฐานต่างๆ เกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการซื้อขาย Block ซึ่งการซื้อขาย Block จะต้องอ้างอิงกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งจะศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เกิดจากสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity Hypothesis) ดังต่อไปนี้

Holthausen, Leftwich และ Mayers (1990) อธิบายว่า เมื่อมีการซื้อขาย Block ของปริมาณอุปสงค์ (กรณีซื้อ Block) และปริมาณอุปทาน (กรณีขาย Block) ของหลักทรัพย์ในตลาดจะถูกกระทบมากกว่าปกติ ซึ่งจะทำให้ราคาของหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงไปจากราคาคดุลยภาพ ตัวอย่างเช่น ในการขายหลักทรัพย์ที่เดียวที่มีปริมาณมาก ราคาของหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวลดลงเพื่อมาดึงดูดให้ผู้ซื้อยอมรับซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งราคาที่ปรับตัวลดลงมานั้นจะสะท้อนถึงต้นทุนในการหาและดึงดูดผู้ที่ต้องการรับซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งถ้าหากแนวคิดนี้เป็นจริงในตลาด ราคาหลักทรัพย์ควรจะมีการปรับเสถียรขึ้นภายในการขายในรายการถัดไป เนื่องจากการซื้อขาย Block ได้ผ่านไปแล้ว แต่ก็ยังได้เสนอว่า ในกรณีที่ผู้รับซื้อหลักทรัพย์ในรายการดังกล่าว ไม่ต้องการเก็บหลักทรัพย์ไว้ในพอร์ตของตัวเอง ผู้ซื้อจะต้องทยอยขายหลักทรัพย์ออกในตลาด แต่จะขายออกมาในราคาที่สูงกว่าราคาที่เกิดจากรายการซื้อขาย Block (ราคาที่มีการซื้อขาย Block รับซื้อไว้) ดังนั้น ราคาของหลักทรัพย์อาจจะใช้เวลานานในการปรับตัวมากขึ้นกว่าจะเข้าสู่ระดับราคาคดุลยภาพ (Mean Reversion) นอกจากนี้ Holthausen และคณะ (1990) ยังได้กล่าวว่า ผลกระทบต่อราคารายการซื้อขาย Block ควรมีความใกล้เคียงกัน ไม่ว่าผู้ซื้อหรือผู้ขายจะเปิดสถานะทำรายการซื้อขาย Block

2.2.2 ผลการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม

จากสมมติฐานที่ว่าผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เนื่องจากการซื้อขาย Block จะเป็นผลกระทบแบบชั่วคราวในช่วงระยะเวลาหนึ่งเท่านั้น โดยราคาจะปรับตัวกลับไปที่ราคาดุลยภาพเมื่อเวลาผ่านไป (Mean Reversion) ซึ่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และความเร็วในการปรับตัวจะมีความสัมพันธ์โดยตรงกับปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในรายการซื้อขาย Block ดังกล่าว

Holthausen, Leftwich และ Mayers (1990) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของการซื้อขาย Block ต่อราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายระหว่างวัน และศึกษาในสองประเด็นเกี่ยวกับความเร็วในการปรับตัวของราคา และขนาดของผลกระทบต่อราคา ซึ่งพบว่าความเร็วในการปรับตัวของราคาในกรณีรายการซื้อขาย Block ที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเสร็จสิ้นภายใน 3 รายการซื้อขาย โดยการปรับตัวเกือบทั้งหมดเกิดขึ้นในรายการซื้อขายแรกถัดจากรายการซื้อขาย Block ในขณะที่รายการซื้อขายที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่มก่อนนั้น การปรับตัวของราคาทั้งหมดเกิดขึ้นในการซื้อขายของรายการถัดมา

การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาของ Holthausen et al. (1990) จะใช้วิธีที่แตกต่างจากการศึกษาในอดีตเล็กน้อย กล่าวคือ ใช้ราคา ณ รายการที่ 3 หลังเกิดรายการซื้อขาย Block เป็นราคาเมื่อการปรับตัวเสร็จสิ้นในขณะที่การศึกษาในอดีตนั้นจะถือว่าราคาปิดเมื่อสิ้นวันที่เกิดรายการซื้อขาย Block เป็นราคาเมื่อการปรับตัวเสร็จสิ้น ซึ่งเขาได้ให้เหตุผลว่า การใช้ราคาปิดไม่เหมาะสมต่อการวัดผลกระทบต่อราคา เนื่องจาก เกิดผลตอบแทนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงท้ายของการซื้อขายแต่ละวัน การใช้ราคาปิดจะทำให้การคำนวณผลกระทบต่อราคาลดเคลื่อนไปได้ โดยผลการวิจัยพบว่า ในกรณีของการซื้อขาย Block จะเกิดทั้งผลกระทบต่อราคาทั้งแบบชั่วคราวและถาวร แต่ผลกระทบของราคาแบบชั่วคราวจะมีขนาดเล็กกว่ามากเทียบกับผลกระทบราคาแบบถาวร และผลต่อราคาทั้งสองแบบนี้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในรายการซื้อขาย Block ซึ่งไม่เหมือนกับผลการศึกษาของ Holthausen, Leftwich และ Mayers (1987) ที่พบว่าผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวมีขนาดใหญ่กว่าผลกระทบแบบถาวร และขัดแย้งกับศึกษาของ Ball และ Finn (1993) (อ้างถึงใน Holthausen et al. (1990)) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ใดๆ ระหว่างปริมาณการซื้อขายกับผลกระทบแบบชั่วคราว

นอกจากนี้สำหรับการซื้อขายที่มีผู้ซื้อและผู้ขายที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่มกลับไม่พบผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราว การปรับตัวของราคาทั้งหมดเป็นผลกระทบแบบถาวร ซึ่งมีความสัมพันธ์โดยตรงกับปริมาณหลักทรัพย์ในคำสั่งการซื้อขาย Block เช่นเดียวกับกรณีที่เริ่มโดยผู้ขาย ซึ่งเขาได้ให้เหตุผลว่า การซื้อหลักทรัพย์ใดๆ เป็นจำนวนมากในคราวเดียว มักเกิดจากการได้รับข่าวสารเกี่ยวกับการรวมกิจการ (Takeover) ของบริษัท ซึ่งเป็นสภาพตลาดที่ดีโดยรวมจะช่วยลดการปรับตัวของราคาได้ส่วนหนึ่ง แต่เมื่อเทียบผลกระทบต่อราคาระหว่างการซื้อขาย Block กับรายการซื้อขายปกติ

(100หลักทรัพย์) สำหรับกรณีที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม กลับพบว่า ผลกระทบต่อราคาที่เกิดจากการซื้อขายปกติมีมากกว่าผลกระทบต่อราคาจากรายการซื้อขาย Block โดยผลที่ได้ในกรณีนี้เหมือนกับการศึกษาของ Holthausen et al. (1987)

Holthausen et al. (1987) ได้ศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดการซื้อขาย Block โดยกำหนดวิธีในการเลือกตัวอย่างการซื้อขาย Block ไว้ 3 วิธี คือ

1. รายการซื้อขายที่มีร้อยละของปริมาณหลักทรัพย์มากที่สุดเทียบกับปริมาณหลักทรัพย์ทั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาด

2. รายการซื้อขายที่มีปริมาณหลักทรัพย์มากที่สุดเปรียบเทียบกับการซื้อขายปกติ (ปริมาณการซื้อขายปกติ คือ มัธยฐานของปริมาณหลักทรัพย์ในแต่ละรายการซื้อขายในช่วงเวลา 21 วันก่อนหน้า)

3. รายการซื้อขายที่มีมูลค่าการซื้อขาย (ดอลลาร์) มากที่สุด โดยเลือกตัวอย่างการซื้อขาย Block ด้วยวิธีทั้ง 3 วิธีข้างต้นทั้งการซื้อ Block ที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่มและผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่มจากนั้น ได้วัดผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวและถาวร โคนการใช้ราคาปิด ณ สิ้นวันที่เกิดรายการซื้อขาย Block เป็นราคาเสร็จสิ้นการปรับตัว และได้ทดลองหาสมการถดถอยระหว่างผลตอบแทนต่างๆกับปัจจัยที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กัน ได้แก่ ปริมาณหลักทรัพย์ในคำสั่งซื้อขาย Block ซึ่งวัดโดย 3 วิธีข้างต้น ส่วนกลับของราคาที่เกิดรายการซื้อขาย Block ซึ่งใช้เป็นตัวแทนขนาดของช่วงราคาเสนอซื้อขาย (bid-ask spread) และจำนวนชั่วโมงตั้งแต่เกิดรายการซื้อขาย Block จนถึงเวลาปิดการซื้อขาย ซึ่งเขาได้ให้เหตุผลว่า หากรายการซื้อขายเกิดในช่วงท้ายราคาอาจปรับตัวได้ไม่เต็มที่ หรือในช่วงเวลาต่างกันของวัน จำนวนอุปสงค์อุปทานของหลักทรัพย์ในตลาดอาจจะแตกต่างกันก็ได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวมีขนาดต่างกัน แม้ว่าปริมาณหลักทรัพย์ที่ซื้อขายจะเหมือนกัน ตามหลักของสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่อง

ผลที่ได้พบว่า ผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวสำหรับรายการซื้อขายเป็นฝ่ายเริ่มจะมีความสัมพันธ์กับปริมาณหลักทรัพย์ในรายการซื้อขาย Block ซึ่งวัดโดยวิธีร้อยละของปริมาณหลักทรัพย์จดทะเบียนและปริมาณหลักทรัพย์เทียบกับปริมาณซื้อขายปกติ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ในขณะที่ไม่เกิดผลกระทบต่อราคาแบบชั่วคราวในกรณีที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม ส่วนผลกระทบต่อราคาแบบถาวรนั้นปรากฏชัดในกรณีที่ผู้ซื้อเป็นฝ่ายเริ่ม และสามารถอธิบายได้ด้วยปริมาณหลักทรัพย์ในคำสั่งซื้อขาย Block และมีขนาดเล็กมากในกรณีที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม

นอกจากนี้ยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างช่วงเวลาที่เกิดจากรายการซื้อขาย Block กับผลกระทบต่อราคาทั้งสองแบบ และส่วนกลับของราคาสามารถอธิบายผลกระทบต่อราคาแบบ

ชั่วคราวในกรณีที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่ม และอธิบายผลกระทบต่อราคาแบบถาวรในกรณีที่ผู้ขายเป็นฝ่ายเริ่มได้

Dann, Mayer และ Raab (1977) ได้ทดลองสร้างกฎการซื้อขาย (Trading rule) เมื่อเกิดรายการซื้อขาย Block ขึ้น โดยจะซื้อหลักทรัพย์ทันที ณ ราคาที่เกิดการขายในปริมาณมาก หากราคาดังกล่าวต่ำกว่าราคาเปิดของวันอย่างน้อย 4.56% และ 5.23% จากนั้นจะถือหลักทรัพย์ไว้แล้วขายที่ราคาปิดในวันนั้น เนื่องจากเชื่อว่า ราคาหลักทรัพย์จะมีการปรับตัวขึ้นหลังจากเกิดการขายหลักทรัพย์ปริมาณมาก โดยพบว่าการซื้อขายดังกล่าวสามารถสร้างผลตอบแทนที่มากกว่าปกติได้ แต่ผลตอบแทนดังกล่าวจะลดลงอย่างรวดเร็วหากชะลอการซื้อออกไปมากกว่า 5 นาที และผลตอบแทนดังกล่าวจะมีค่าใกล้เคียงกันหากชะลอการซื้อออกไปเกินกว่า 15 นาที จึงสรุปว่า ราคาหลักทรัพย์ที่การปรับตัวเสร็จสิ้นภายใน 15 นาที ซึ่งผลการทดลองดังกล่าวสนับสนุนแนวความคิดเกี่ยวกับผลกระทบต่อราคาเนื่องมาจากสภาพคล่อง กล่าวคือ การขายหลักทรัพย์ในปริมาณมากจะต้องลดราคาขายให้ต่ำลงเพื่อดึงดูดผู้ซื้อในตลาด โดยหลังจากรายการขายดังกล่าวผ่านไปแล้วทำให้ปริมาณอุปทานในตลาดกลับสู่ภาวะปกติ ราคาหลักทรัพย์จึงปรับตัวตามในที่สุดซึ่งหากผลกระทบต่อราคาดังกล่าวเป็นผลกระทบแบบถาวร กลยุทธ์ดังกล่าวจะไม่สามารถทำกำไรได้

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาสมมุติฐาน ตัวแปรและวิธีดำเนินการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในงานวิจัยนี้เก็บข้อมูล Block trade ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 จากฐานข้อมูล SETSMART เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูล Block Trade ที่ทำการศึกษา ข้อมูลในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลการประมาณการ โดยคำนวณจากขนาดของสัญญา (Contract Size) ที่ 1,000 สัญญา และไม่รวมข้อมูลที่ไม่มีการเปิดเผย มูลค่าการซื้อขาย Block Trade ต่อตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 3. 1 แสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียน, จำนวนบริษัทที่มี block trade และจำนวน block trade รายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562

ปี พ.ศ.	จำนวนบริษัทจดทะเบียน	จำนวนบริษัทที่มี block trade	จำนวน block trade
2553	457	1	1
2554	467	10	38
2555	487	28	143
2556	513	46	248
2557	548	60	350
2558	587	70	363
2559	607	70	437
2560	644	94	600
2561	664	91	594
2562	684	110	687
รวม	5,658	580	3,461

และข้อมูลตัวแปรต่างๆ (ตามตารางที่ 3.2) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 จากฐานข้อมูล SETSMART Eikon Reuter และ BLOOMBERGE

ตารางที่ 3.2 ตารางอธิบายบทนิยาม, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูล ของ ตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย

ตัวแปร	นิยาม	ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล (พ.ศ.)	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูล	จำนวนที่เก็บข้อมูล	แหล่งที่มาข้อมูล
Block Indicator	การซื้อขายรายปีของ block trades ของบริษัท ถ้ามีการซื้อขายใน 1 ปี เป็น 1 ถ้าไม่มีการซื้อขายใน 1 ปี เป็น 0	2553-2562	122	122	SETSMART
Block Number	จำนวนseries ของ block trade ในแต่ละปี	2553-2562	122	122	SETSMART
Block Ratio	อัตราส่วนของ block trade volme (thb) / market cap ของบริษัท นั้นๆ ในแต่ละปีสะสม ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา Z	2553-2562	122	122	SETSMART
Lev	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในแต่ละปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
AOM	การซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ	2553-2562	122	122	SETSMART
OI	สถานะคงค้างของสัญญาในตลาด	2553-2562	122	122	SETSMART
MTB	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Roa	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในแต่ละปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Size	Log สินทรัพย์รวม	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Inshare	ร้อยละที่นักลงทุนสถาบันถือหลักทรัพย์ ในช่วงต้นปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART

ตารางที่ 3.2 ตารางอธิบายบทนิยาม, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูล ของ ตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	นิยาม	ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล (พ.ศ.)	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูล	จำนวนที่เก็บข้อมูล	แหล่งที่มาข้อมูล
Topshare	ร้อยละที่ผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุดถือหลักทรัพย์ ในช่วงต้นปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Soe	รัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจ เป็นผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียง หรือไม่	2553-2562	6,870	5,658	EIKON
Big4	ตรวจสอบบัญชี โดย บริษัทตรวจสอบบัญชีที่ใหญ่ที่สุดสี่แห่ง คือ ดีลอยด์ทูชโทมัตสึ, ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส, อีวาย และ เคพีเอ็มจี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMAR
StdRoa	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมห้าปีย้อนหลัง	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
S E T Indicator	ให้ 1 ถ้าเป็น set ให้ค่าเป็น 0 ถ้าเป็น mai	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
M e d i a Reports	จำนวนข่าวที่รายงานของบริษัทนั้นๆ ในแต่ละปี	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
A n a l y s t Coverage	จำนวนบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนนั้นๆ ใน 1 ปี	2553-2562	6,870	5,658	BLOOMBERG
P ₇	ราคาของหลักทรัพย์หลังจากจบ series block trade ไป 7 วัน	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
P _{cls}	ราคาปิดของหลักทรัพย์ก่อนจบ series block trade 1 วัน	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART

ตารางที่ 3.2 ตารางอธิบายขบวนการ, จำนวนข้อมูล, ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล และแหล่งที่มาข้อมูล ของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมในงานวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	นิยาม	ช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล (พ.ศ.)	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูล	จำนวนที่เก็บข้อมูล	แหล่งที่มาข้อมูล
Premium Block	ราคาของหลักทรัพย์มากกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART
Discount Block	ราคาของหลักทรัพย์น้อยกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า	2553-2562	6,870	5,658	SETSMART

3.2 การซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม

ในงานวิจัยได้เลือกใช้ผลตอบแทนรายสัปดาห์ในขั้นตอนนี้ เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาของข้อมูลที่เกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในปริมาณน้อย และไม่ใช้ข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการเฟลิกลอน, การห้ามซื้อขาย หรือมีการซื้อขายน้อยกว่า 30 สัปดาห์ ภายใน 1 ปี

โดยใช้ R^2 เป็นเครื่องมือชี้วัด ซึ่งใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยก่อนหน้า (Roll, 1987) ซึ่งผู้วิจัยจะทำการวิจัยตาม An, Zhang (2013) และ Qing Meng, Xuan Song, Chunlin Liu, Qun Wu, Hongchao Zeng (2020) โดยคำนวณมาจากสมการ

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{ind,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

โดยที่ $r_{i,t}$ คือผลตอบแทนของบริษัทต่อสัปดาห์ที่รวมเงินปันผลของหุ้น i ในสัปดาห์ t , $r_{m,t}$ คือผลตอบแทนของตลาดต่อสัปดาห์ t , คำนวณมาจาก weekly tradable value-weighted market return (with dividend reinvested) of stocks listed on the SET and MAI และ $r_{ind,t}$ คือผลตอบแทนของอุตสาหกรรมต่อสัปดาห์ t คำนวณมาจาก weekly tradable value-weighted industry return (with dividend reinvested) ในสัปดาห์ t ซึ่งอุตสาหกรรมจัดกลุ่มอุตสาหกรรมโดย SETSMART

จากสมการ (1) เมื่อนำมาวิเคราะห์ด้วยสมการแบบถดถอยจะได้ค่า R^2 ซึ่งเป็นค่าที่อธิบายว่า ผลตอบแทนของตลาดและผลตอบแทนของอุตสาหกรรมสามารถอธิบายผลตอบแทนของบริษัทนั้นๆ ได้มากน้อยแค่ไหน

เนื่องจากการแจกแจงค่า R^2 ที่ได้มีความเบ้มากและเป็นเชิงเส้นตรง (linear) จึงใช้การแปลงโดยใช้ลอการิทึมฐานธรรมชาติ (ln) เพื่อให้ขอบเขต (boundary) ไม่เกินหน่วยศูนย์ถึงหนึ่ง ให้ค่า fix เป็น exponential โดยค่า Synchronicity ที่สูง จะบ่งชี้ว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีการความสอดคล้องกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมสูงเช่นกัน

$$Synch_i = \ln\left(\frac{R_i^2}{1-R_i^2}\right) \quad (2)$$

เราจะศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) ดังนี้คือ Block Indicator , Block number, Block ratio, AOM และ OI โดยที่ Block Indicator เป็นตัวบ่งชี้ว่าหลักทรัพย์หนึ่งๆมีการซื้อขายรายใหญ่ออย่างน้อย 1 ครั้งใน 1 ปีหรือไม่ Block number คือ จำนวนซีริการซื้อขายรายใหญ่ (Block trade) ของบริษัทใน 1 ปี Block ratio คือ ปริมาณ Block trade ของบริษัทในหนึ่งปี หน่วย THB ต่อ มูลค่าทางตลาดของบริษัทนั้น หน่วยบาท AOM คือ อัตราส่วนการซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ OI คือ อัตราส่วนสถานะคงค้างของสัญญาในตลาด

3.3 ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน

ศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับ Block trade จากตารางที่ 4.2 คือ Block Indicator , Block number, Block ratio, AOM และ OI กับตัวแปรควบคุมต่างๆคือ Lev, MB, Roa, Size, Inshare, Topshare, Soc, Big4, StdRoa และ SET indicator ว่าสามารถอธิบายความสอดคล้องกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) ได้หรือไม่ และไปในทิศทางใด โดยตัวแปรและตัวแปรควบคุมมีการกำหนดความหมายดังต่อไปนี้

Block Indicator คือ การซื้อขายรายปีของ Block Trades ของบริษัท โดยกำหนดให้ ถ้ามีการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่มีการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 0, Block number คือ จำนวน Block Trade ของบริษัทใน 1 ปี, Block ratio คือ ปริมาณการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ของบริษัทในหนึ่งปี หน่วย THB ต่อ มูลค่าทางตลาดของบริษัทนั้น หน่วยบาท, AOM คือ การซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ, OI คือ สถานะคงค้างของสัญญาในตลาด, Leverage (Lev) คือ หนี้สินทั้งหมดของบริษัทต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปี, Return on Asset (Roa) คือ รายได้สุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปี, Major Shareholder Ownership (Topshare) คือ สัดส่วนของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุด ณ ต้นปี, Institutional Ownership (Inshare)

คือ สัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนสถาบัน ณ ต้นปี ในงานวิจัยนี้เลือกศึกษาจากนัก
 ลงทุนสถาบัน ประเภทกองทุน, Firm Size คือ ขนาดของบริษัท โดยวัดจาก มูลค่าของสินทรัพย์รวม
 ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, SOE คือ บริษัทที่มีรัฐบาล หรือ
 รัฐวิสาหกิจ เป็นผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียง โดยกำหนดให้ ถ้ามีการซื้อขายรายใหญ่
 (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่มีการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) ใน 1 ปี มีค่าเป็น 0,
 Market to book Ratio (MTB) คือ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี, Big4 คือ บริษัทตรวจสอบ
 บัญชีที่ใหญ่ที่สุดสี่แห่ง คือ ดีลอยด์ทูชโทมัส, ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์คูปเปอร์ส, เอวาย และ เคพีเอ็มจี โดย
 ในงานวิจัยนี้ รวมถึงสำนักงานตรวจเงินแผ่นดิน โดยกำหนดให้ ถ้ามีการตรวจสอบบัญชีโดย Big4
 ใน 1 ปี มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่มีการตรวจสอบบัญชีโดย Big4 ใน 1 ปี มีค่าเป็น 0, SET Indicator คือ ตลาด
 หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกำหนดให้ ถ้าเป็นบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
 ประเทศไทย มีค่าเป็น 1 ถ้าไม่เป็นบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีค่าเป็น
 0, Earning Volatility (StdRoa) คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
 รวมห้าปีย้อนหลัง, Media Report (Media) คือ จำนวนข้อมูลข่าวสารของบริษัทจดทะเบียนนั้นๆ ใน
 1 ปี, Analyst Coverage คือ จำนวนบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนนั้นๆ ใน 1 ปี

$$Synch_i = \beta_0 + \beta_1 \times Block\ Trade_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j (Control\ Variables)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

ตัวแปรตามคือความสัมพันธ์กันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และ
 อุตสาหกรรม (Synch) ที่นิยามไว้ในบทที่ 3 และ 3 ตัวแปรอิสระหลักที่น่าสนใจคือตัวชี้วัดสามข้อ
 ของ Block trade ได้แก่ Block Indicator, Block Number, และ Block Ratio ในการวิเคราะห์
 แบบจำลองเต็มรูปแบบ ผู้วิจัยได้ควบคุมปีและผลกระทบคงที่ในอุตสาหกรรมโดยที่อุตสาหกรรม
 ต่างๆถูกกำหนดโดย หมวดหมู่อุตสาหกรรมของ บริษัท จดทะเบียนที่ออกโดย SET ในสมการการ
 ถดถอยทั้งหมดผู้วิจัยได้ทำการจัดกลุ่ม Standard errors ในระดับบริษัทเพื่อแก้ไขปัญหาคอติที่อาจ
 เกิดขึ้นจากการพึ่งพาแบบอนุกรมฯในข้อมูล

3.4 ผลกระทบแบบถาวร ต่อ Block trade

Fama (1965) ระบุว่าเมื่อเกิดการซื้อขายค่ารับกวราคาหลักทรัพย์จะไม่ได้รับ
 ผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจาก Trader ที่มีประสบการณ์มากกว่าจะตอบสนองอย่างรวดเร็วเพื่อ
 ใช้ประโยชน์และขจัดความเบี่ยงเบนจากมูลค่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจ แม้ว่าการซื้อขายค่ารับกวจะ

นำไปสู่การเบี่ยงเบนของราคาหลักทรัพย์จากมูลค่าพื้นฐาน ผู้วิจัยคาดว่า การเบี่ยงเบนดังกล่าวจะเกิดขึ้นชั่วคราวแทนที่จะเป็นแบบถาวร ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้การวัดผลกระทบราคาแบบถาวรเพื่อรวบรวมเนื้อหาข้อมูลของ Block Trade และตรวจสอบว่าการวัดนั้นเกี่ยวข้องกับ Synch ของราคาหลักทรัพย์อย่างไร

(Fan,2012) (Frino,2007) ศึกษาผลกระทบแบบถาวรของราคาหลักทรัพย์หลังจาก Block trade series หดอายุไปแล้วช่วงระยะเวลาหนึ่งโดยในงานวิจัยนี้เลือกศึกษาราคาหลักทรัพย์ภายหลังจบ Block trade series ไปแล้ว 7 วัน (Meng,2020)

$$priceimpact = \log \left(\frac{P_7}{P_{cls}} \right) - \log \prod_{i=1}^7 (R_{m,i} + 1) \quad (4)$$

โดยที่ P_7 คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์หลังจบ Block trade series 7 วัน, P_{cls} คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ก่อนจบ Block trade series 1 วัน และ $rm_{i,t}$ คือผลตอบแทนของตลาดต่อสัปดาห์ t , คำนวณมาจาก weekly tradable value-weighted market return (with dividend reinvested) of stocks listed on the SET and mai. จากสมการที่ (4) จะได้ค่าเฉลี่ยของผลกระทบถาวรของ Block trade แต่ละบริษัททั้งหมดใน 1 ปี สัมบูรณ์ (Avg Price Impact) และค่าผลรวมของผลกระทบถาวรของ Block trade แต่ละบริษัททั้งหมดใน 1 ปี สัมบูรณ์ (Sum Price Impact) มาวิเคราะห์สมการถดถอย เพื่อหา Avg Price Impact และ Sum Price Impact สามารถอธิบายค่าความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้หรือไม่ ตามสมการที่ (5) และ (6) ตามลำดับ

$$Synch_i = \beta_0 + \beta_1 \times Sum\ priceimpact_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j (Control\ Variables)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Synch_i = \beta_0 + \beta_1 \times Avg\ priceimpact_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j (Control\ Variables)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

3.5 ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ทางเลือก เพื่อทดสอบ sensitivity

ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) โดยการนำ Lead และ Lag term ก่อนหน้าหรือย้อนหลังออกไป 1 และ 2 สัปดาห์ เพื่อลดปัญหาที่อาจเกิดความเลื่อมล้ำของการถ่ายทอดข้อมูลต่างๆ ทำให้ผลที่เกิดขึ้นนั้นแสดงผลก่อนหรือหลังจากการกระทำที่เกิดขึ้นจริง จากการบันทึกราคาปิด ณ เวลาที่แตกต่างกันในแต่ละวัน (Nonsynchronous Trading) ของแต่ละหลักทรัพย์

โดยผลที่ได้จากสมการ (5) มาวิเคราะห์ด้วยสมการแบบถดถอยจะได้ค่า R^2 เพื่อมาแทนค่าหาความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ในสมการที่ (3)

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_1 r_{m,t-1} + \beta_1 r_{m,t} + \beta_1 r_{m,t-1} + \beta_1 r_{m,t-2} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

โดยที่ $r_{m,t+2}$ คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่ $t+2$, $r_{m,t+1}$ คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่ $t+1$, $r_{m,t}$ คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่ t , $r_{m,t-1}$ คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่ $t-1$, $r_{m,t-2}$ คือผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ที่ $t-2$, จำนวนมาจาก คำนวณมาจาก คำนวณผลตอบแทนรวมรายสัปดาห์ (TRI) ของ SET และ MAI

เราจะศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับ Block trade กับตัวแปรควบคุมต่างๆ จากตารางที่ 3.2 ว่าสามารถอธิบายความสอดคล้องกับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Synchronicity) ที่ได้จากสมการที่ (7) ได้หรือไม่ และไปในทิศทางใด และการที่ผลที่เกิดขึ้นแสดงผลก่อนหรือหลัง 1-2 สัปดาห์ จะส่งผลที่แตกต่างจากหัวข้อ 4.3 - 4.4 อย่างไร



บทที่ 4

ผลการวิจัย

4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ

ตารางที่ 4.1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆของการซื้อขายรายใหญ่

Variable	Mean	SD	MAX	Median	MIN	N
Synch	-1.6434	1.6122	8.65146	-1.4345	-12.4607	5658
Block Indicator	0.0815	0.2736	1	0	0	5658
Block Number	0.4891	1.6977	8	0	0	5658
Block Ratio	0.4165	3.5158	153.5139	0	0	5658
OI	0.0136	0.0859	1	0	0	5658
AOM	0.0559	0.1989	1	0	0	5658
MTB	2.2231	21.5004	1739.5533	1.2142	-29.4651	5658
Lev	0.3815	0.3175	8.1029	0.3825	0	5658
ROA	0.0366	0.6254	51.0090	0.0261	-2.1968	5658
Size	18.6073	8.3381	28.8231	21.5426	0	5658
Inshare	0.0081	0.0330	0.5972	0	0	5658
Topshare	0.2539	0.2027	0.9848	0.2299	0	5658
Soe	0.0049	0.0702	1	0	0	5658

ตารางที่ 4. 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรต่างๆของการซื้อขายรายใหญ่ (ต่อ)

Variable	Mean	SD	MAX	Median	MIN	N
Big4	0.0259	0.1589	1	0	0	5658
StdRoa	0.0626	0.6265	23.0733	0.0259	0	5658
SET Indicator	0.7755	0.4173	1	1	0	5658
Media Reports	28.5897	20.6346	170.0000	26	0	5658
Analyst Coverage	2.7757	6.4941	34.0000	0	0	5658
Sum Price Impact	0.0048	0.0199	0.6481	0	0	5658
Ave Price Impact	0.0012	0.0051	0.1620	0	0	5658

ศึกษาค่าสถิติเชิงพรรณราย ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean), ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.), ค่ามากที่สุด (Max), ค่ามัธยฐาน (Median), ค่าน้อยที่สุด (Min) และจำนวนข้อมูล ของตัวแปรต่างๆจากตาราง (4.1) ดังนั้นค่าความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์ (Synch) มีค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่ามัธยฐาน คือ -1.6434, 1.6122 และ -1.4345 ตามลำดับ

จากข้อมูลสถิติแต่ละบริษัทที่เก็บข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 พบว่า 8% ของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่เก็บข้อมูล มีการซื้อขายรายใหญ่น้อย 1 ครั้งใน 1 ปี และมีค่าเฉลี่ยจำนวนซีรียการซื้อขายรายใหญ่ของหลักทรัพย์หนึ่งๆ คือ 0.489 ซีรียต่อปี อัตราส่วนของสถานะคงค้างของสัญญาในตลาดเฉลี่ย (OI) คือ 1.36% ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนของการซื้อขายที่ระบบคอมพิวเตอร์ของตลาดหลักทรัพย์จะทำการเรียงลำดับ และจับคู่คำสั่งซื้อขายให้โดยอัตโนมัติ (AOM) คือ 5.59% ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB) คือ 2.223 ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนของหนี้สินทั้งหมดของบริษัทต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปี (Leverage) คือ 38.14% รายได้สุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทใน 1 ปีเฉลี่ย (ROE) คือ 3.66 % ค่าเฉลี่ยสัดส่วนของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่สุด ณ ต้นปี (Major shareholder) คือ 25.39 % โดยที่ 0.49% ของบริษัทที่เก็บข้อมูล เป็นบริษัทที่มีรัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจ เป็นผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ที่มีสิทธิออกเสียง (SOE) และมี 2.59% ของ

บริษัทที่เก็บข้อมูลมีการตรวจสอบบัญชีบริษัทโดยบริษัทตรวจสอบบัญชีที่ใหญ่ที่สุดสี่แห่ง (Big 4) ในแต่ละปี

4.2 ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน



ตารางที่ 4.2 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

Variables	0	1	2	3	4	5	6
block indicator		-0.3865 ***	-0.2733 *				
block number				-0.0844 ***	-0.0765 ***		
block ratio						-0.0231 ***	-0.0159 ***
lev	-0.2771		-0.2777 *		-0.2768 *		-0.2627
mtb	-0.0003		-0.0003		-0.0003		-0.0003
roa	0.3084		0.3089		0.3086		0.3168
size	0.0095		0.0099		0.0100		0.0094
inshare	-1.6464		-1.4956		-1.4644		-1.6633
topshare	-0.8685 ***		-0.8672 ***		-0.8701 ***		-0.8655 ***
soe	-0.3170 ***		-0.2360		-0.0963		-0.2911 ***

ตารางที่ 4. 2 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

Variables	0	1	2	3	4	5	6
big4	-0.1818		-0.1825		-0.1847		-0.1786
stdroa	-0.0342 ***		-0.0348		-0.0353		-0.0343 ***
set	0.2789		0.2838		0.2855		0.2751
aom	-0.2320 **		0.0106		0.2478		-0.1004
oi	0.4430 ***		0.3565		0.1799		0.3563 ***
_cons	-2.4158 ***	-1.9572 ***	-2.4351 ***	-1.9453 ***	-2.4436 ***	-1.9837 ***	-2.4179 ***
N	5658	5658	5658	5658	5658	5658	5658
N_g	687	687	687	687	687	687	687
F	28.2460	26.9052	24.6751	60.5882	24.9767	65.0373	30.0679
R ²	0.0982	0.0030	0.0988	0.0061	0.0999	0.0033	0.0995

จากผลการศึกษาที่ได้ใช้โมเดลดังต่อไปนี้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่าง Block trade และความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) จากสมการ (3)

ตัวแปรตามคือความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ที่นิยามไว้ในหัวข้อที่ 3 และ 3 ตัวแปรอิสระหลักที่น่าสนใจคือตัวชี้วัดสามข้อของ Block trade ได้แก่ Block Indicator, Block Number, และ Block Ratio ในการวิเคราะห์แบบจำลองเต็มรูปแบบ ผู้วิจัยได้ควบคุมปีและผลกระทบคงที่ในอุตสาหกรรมโดยที่อุตสาหกรรมต่างๆถูกกำหนดโดย หมวดหมู่อุตสาหกรรมของ บริษัท จดทะเบียนที่ออกโดย SET ในสมการการถดถอยทั้งหมดผู้วิจัยได้ทำการจัดกลุ่ม Standard errors ในระดับบริษัทเพื่อแก้ไขปัญหาอคติที่อาจเกิดขึ้นจากการพึ่งพาแบบอนุกรมในข้อมูล

จากตารางที่ 4.2 รายงานสมการการถดถอยของสัญญา SSF Block Trade ของ Series Z ในคอลัมน์ (1), (3) และ (5) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์จาก สมการการถดถอยของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) บนตัวแปร Block trade โดยไม่มีตัวแปรควบคุมเพิ่มเติมและผลกระทบคงที่ ตัวแปร Block trade ทั้งสามมีความสัมพันธ์เชิงลบ ในคอลัมน์ (1) (3) และ (5) มีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ที่ระดับ 1% กับค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ของราคาหลักทรัพย์ โดยในคอลัมน์ (2), (4), (6) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์สำหรับแบบจำลองเต็มรูปแบบพร้อมตัวแปรควบคุมและให้ผลกระทบของอุตสาหกรรมและปีที่คงที่

ดังที่แสดงในคอลัมน์ (2) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Indicator นั้นคิดลบอย่างมีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ที่ระดับ 10% ซึ่งบ่งชี้ว่าหลังจากควบคุมปัจจัยอื่นแล้วความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ในคอลัมน์ (4) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Number มีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ที่ระดับ 1% ส่วนในคอลัมน์ (6) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Ratio เป็นค่าบวกและมีนัยสำคัญอยู่ที่ 1%

เมื่อเพิ่มตัวแปรควบคุมค่าสัมประสิทธิ์ของ Lev เป็นค่าลบและมีนัยระดับความเชื่อมั่นที่สำคัญทางสถิติที่อยู่ที่ระดับ 10% ในคอลัมน์ (2) และ(4) แต่ไม่มีนัยสำคัญ ในคอลัมน์ (6)

ค่าสัมประสิทธิ์ของ MTB Int Share และ Big4 เป็นค่าลบและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์ ซึ่งให้เห็นว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ไม่ว่าจะมากหรือน้อยก็ไม่ได้ส่งผลให้ค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) ลดลง ในส่วนของบริษัทบัญชี Big Four ไม่แตกต่างจาก บริษัทบัญชีขนาดเล็กในด้านของผลกระทบต่อความสัมพันธ์ ความแตกต่างอาจเกิดขึ้นจากวิวัฒนาการของอุตสาหกรรมการบัญชีในประเทศไทย

เมื่อเวลาผ่านไป ช่วงตัวอย่างของการศึกษานี้อยู่ระหว่างปี 2553 ถึง 2562 ในขณะที่ Gul et al (2010) ครอบคลุมช่วงปี 2539-2546 ในช่วงปีแรก ๆ การให้บริการโดยบริษัทบัญชี Big4 นั้นดีกว่าบริษัทบัญชีขนาดเล็กในท้องถิ่นอย่างมีนัยสำคัญในแง่ของคุณภาพการรายงานทางบัญชีและประสิทธิภาพในการผลิตและการประมวลผลข้อมูล (Gul et al., 2010) ในช่วงที่ผ่านมาอุตสาหกรรมการบัญชีในประเทศไทยได้เห็นการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่และบริษัทบัญชีขนาดเล็กเติบโตขึ้นอย่างก้าวกระโดดทั้งในด้านปริมาณและคุณภาพ เป็นผลให้ช่องว่างระหว่างบริษัทบัญชี Big Four และบริษัทบัญชีขนาดเล็กลดลงอย่างมาก สิ่งนี้อาจอธิบายถึงผลกระทบที่ไม่มีนัยสำคัญของ Big4 ในการทดสอบของผู้วิจัย

ค่าสัมประสิทธิ์ของ ROA และ Size เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์ ซึ่งบ่งชี้ว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กในไทย เปลี่ยนแปลงตามตลาดในระดับที่ไม่แตกต่างกัน

ค่าสัมประสิทธิ์ของ Top Share เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในทุกคอลัมน์ ซึ่งให้เห็นว่า การเป็นเจ้าของผู้ถือหลักทรัพย์รายใหญ่ และมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch)

ค่าสัมประสิทธิ์ของ SOE, STDROA และ OI เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในคอลัมน์ (0) และ (6) แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในคอลัมน์ (2) และ (4)

ค่าสัมประสิทธิ์ของ SET เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์ ซึ่งให้เห็นว่าไม่ว่าหลักทรัพย์จะอยู่ใน SET หรือ MAI ผลกระทบที่มีต่อค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synch) นั้นไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะสอดคล้องกับค่าสัมประสิทธิ์ของ Size และค่าสัมประสิทธิ์ของ AOM ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ของ Size เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์ และค่าสัมประสิทธิ์ของ AOM เป็นค่าลบและไม่มีนัยสำคัญในคอลัมน์ (6) แต่เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในคอลัมน์ (2) และ (4)

4.3 ผลกระทบแบบถาวร ต่อ Block trade

ตารางที่ 4.3 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของผลกระทบของราคารวม (Sum Price Impact) ผลกระทบของราคาเฉลี่ย (Avg Price Impact), Block Trades ที่มีผลกระทบกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ของหลักทรัพย์ โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)
sumpriceim~t	-2.4555 ***	-1.1324 *		
avgpriceim~t			-8.7805 ***	-3.9128
Other Controls	No	Yes	No	Yes
Industry Fixed Effects	No	No	No	No
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5658	5658	5658	5658
R ²	0.0010	0.0983	0.0008	0.0983

ผู้วิจัยได้มีข้อสันนิษฐานที่ว่า Synchronicity ที่ต่ำลงแสดงถึงการมีข้อมูลเฉพาะของ บริษัทที่มากขึ้น แต่ยังคงขาดความเห็นพ้องต้องกันของนักวิจัยเชิงวิชาการเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์และการให้ข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยบางชิ้น (เช่น Chan & Chan, 2014; Kelly, 2014) ชี้ให้เห็นว่าการลดลงของการ Synchronicity อาจเป็นเพราะค่าרבกวนที่เพิ่มขึ้น Fama (1965) ระบุว่าเมื่อเกิดการซื้อขายค่าרבกวนราคาหลักทรัพย์จะไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจาก Trader ที่มีประสบการณ์มากกว่าจะตอบสนองอย่างรวดเร็วเพื่อใช้ประโยชน์และขจัดความเบี่ยงเบนจากมูลค่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจ แม้ว่าการซื้อขายค่าרבกวนจะนำไปสู่การเบี่ยงเบนของราคาหลักทรัพย์จากมูลค่าพื้นฐาน ผู้วิจัยคาดว่า การเบี่ยงเบนดังกล่าวจะเกิดขึ้นชั่วคราวแทนที่จะเป็นแบบถาวร ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้การวัดผลกระทบราคาแบบถาวรเพื่อ

รวบรวมเนื้อหาข้อมูลของ Block Trade และตรวจสอบว่าการวัดนั้นเกี่ยวข้องกับ Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์อย่างไร ตามงานวิจัยก่อนหน้านี้ (เช่น Fan et al., 2012; Frino, Jarnećić, & Lepone, 2007) ผู้วิจัยสร้างตัวแปรสองตัวสำหรับผลกระทบด้านราคาอย่างถาวรของการ Block Trade: ผลรวมของผลกระทบด้านราคาของ Block Trade ในหนึ่งปี (ราคารวมผลกระทบ) และผลกระทบด้านราคาโดยเฉลี่ยของ Block Trade ในหนึ่งปี (ผลกระทบราคาเฉลี่ย) ในขั้นตอนแรกผู้วิจัยคำนวณผลกระทบด้านราคาถาวรของ Block Trade เดียวตามสมการที่ (3)

ศึกษาผลกระทบแบบถาวรของราคาหลักทรัพย์หลังจาก Block trade series หหมดอายุไปแล้วช่วงระยะเวลาหนึ่ง (Fan,2012) (Frino,2007) โดยในงานวิจัยนี้เลือกศึกษาราคาหลักทรัพย์ภายหลังจาก Block trade series ไปแล้ว 7 วัน (Meng,2020) โดยที่ P_7 คือราคาหลักทรัพย์เจ็ดวันหลังจาก Block Trade เสร็จสิ้น $P_{i,t}$ คือราคาปิดก่อนวันที่มี Block Trade และ $R_{m,i}$ คือผลตอบแทนของตลาดถัวเฉลี่ยน้ำหนักตามมูลค่า (สมมติว่าเงินสดที่ปันผลถูกนำไปลงทุนซ้ำ) ในวันที่ i สำหรับการปรับตัวของตลาด การศึกษาก่อนหน้านี้ (เช่น Fan et al., 2012; Frino et al., 2007) ให้เหตุผลว่าการวัดนี้รวบรวมขอบเขตที่บริษัท หรือ ผู้ที่ทราบข้อมูลภายใน ที่สามารถเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ผ่านกิจกรรมการซื้อขายต่างๆ ในขั้นตอนที่สองผู้วิจัยจะรวบรวมผลกระทบด้านราคาของ Block Trade ทั้งหมดเป็นเวลาหนึ่งปี โดยเฉพาะอย่างยิ่งเรากำหนด Sum Price Impact เป็นผลรวมของค่าสัมบูรณ์ของผลกระทบด้านราคาของ Block Trade ทั้งหมดสำหรับหนึ่งปีและผลกระทบราคาเฉลี่ยเป็นค่าเฉลี่ยของค่าสัมบูรณ์ของผลกระทบด้านราคาของการซื้อขายบล็อกทั้งหมดสำหรับหนึ่งปีแบบจำลองสมการถดถอยของผู้วิจัย เหมือนกับในตารางที่ 4.2 ยกเว้นว่าเราจะแทนที่ตัวแปร block trade ด้วยตัวแปรผลกระทบด้านราคา (เช่น Sum Price Impact และ Avg Price Impact)

ผลการศึกษาแสดงไว้ในตารางที่ 4.3 คอลัมน์ (1) และ (2) แสดงให้เห็นว่า Sum Price Impact เป็นไปในทางลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% และ 10% ตามลำดับ กับค่า Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ในแง่ของความสำคัญทางเศรษฐกิจ เช่นเดียวกันในคอลัมน์ (3) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Avg Price Impact เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ซึ่งบ่งชี้ว่าเนื้อหาข้อมูลของ Block Trade มีส่วนช่วยลด Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ความสำคัญทางเศรษฐกิจของค่าสัมประสิทธิ์ต่อผลกระทบของราคาเฉลี่ยคือใกล้เคียงกับ ผลกระทบราคารวม ในคอลัมน์ (4) ของตารางที่ 4.3 แสดงให้เห็นว่าเนื้อหาข้อมูลของ Block Trade การเชื่อมโยงเชิงลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญระหว่างเนื้อหาข้อมูลของการซื้อขาย Block Trade และ Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ไม่สนับสนุนมุมมองว่าการลดลงของความสอดคล้องกันของผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นเป็นผลมาจากคาร์บวอนที่เพิ่มขึ้น

4.4 ทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (Robustness check) ด้วยวิธีการวิเคราะห์ทางเลือก เพื่อทดสอบ sensitivity

4.4.1 การซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม



ตารางที่ 4.4 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Robusted)

Variable	0	1	2	3	4	5	6
block indicator		-0.3176 ***	-0.0923				
block number				-0.0728 ***	-0.0454 ***		
block ratio						-0.0151 ***	-0.0069 ***
lev	-0.0942		-0.0945		-0.0941		-0.0880
mtb	-0.0003		-0.0003		-0.0004		-0.0003
roa	0.2834		0.2836 **		0.2835 **		0.2871 *
size	0.0056		0.0057		0.0059		0.0055
inshare	-2.7416 ***		-2.6907 ***		-2.6337 ***		-2.7489 ***
topshare	-0.9253 ***		-0.9249 ***		-0.9262 ***		-0.9240 ***
soe	-0.5376 ***		-0.5102 *		-0.4067		-0.5263 ***

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของการซื้อขาย Block มีผลกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์กับราคาตลาดและราคาอุตสาหกรรม โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Robusted) (ต่อ)

Variable	0	1	2	3	4	5	6
big4	-0.5014 *		-0.5017 **		-0.5031 **		-0.5001 *
stdroa	-0.0178 *		-0.0180		-0.0185		-0.0179 *
set	1.2773 **		1.2789 **		1.2812 **		1.2756 **
aom	-0.0102		0.0717		0.2744 **		0.0469
oi	0.4632 ***		0.4340 ***		0.3071 *		0.4256 ***
cons	-2.2865 ***	-1.3416 ***	-2.2930 ***	-1.3298 ***	-2.3030 ***	-1.3654 ***	-2.2874 ***
N	5658	5658	5658	5658	5658	5658	5658
N_g	687	687	687	687	687	687	687
F	29.9925	28.7434	27.7661	75.6082	28.1036	16.3921	30.1339
R ²	0.1097	0.0044	0.1099	0.0099	0.1111	0.0031	0.1102

ผลลัพธ์โดยใช้การวัดทางเลือกของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity)

การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ของผู้วิจัย จนถึงขณะนี้ใช้คำจำกัดความของ ค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) ของราคาหลักทรัพย์ตาม R^2 จากการประมาณสมการ (2) ในส่วนย่อยนี้ผู้วิจัยตรวจสอบว่าผลลัพธ์ของผู้วิจัยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลลัพธ์พื้นฐานตารางที่ 4.2 หรือไม่ สำหรับการวัดทางเลือกของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity1) ผู้วิจัยใช้สมการด้านล่างเพื่อประมาณ R^2 สำหรับหลักทรัพย์ในหนึ่งปีตามข้อมูลรายสัปดาห์

ที่ $r_{i,t}$ คือผลตอบแทนรายสัปดาห์พร้อมด้วยเงินปันผลที่นำกลับมาลงทุนในหลักทรัพย์ i ในสัปดาห์ t และ $r_{m,t}$ คือผลตอบแทนรายสัปดาห์ของตลาดที่ถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าพร้อมด้วยเงินปันผลที่นำกลับมาลงทุน ในสัปดาห์ t ตาม Dimson (1979) เราจะลดอคติที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายโดยรวมค่านำหน้า, $r_{m,t+1}$ และ $r_{m,t+2}$ และและค่าล่าหลัง, $r_{m,t-1}$ และ $r_{m,t-2}$ จากนั้นผู้วิจัยจะคำนวณ ค่า Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ i ในหนึ่งปี ตามรูปแบบสมการที่ (2) ผู้วิจัยประมาณแบบจำลองการถดถอยแบบเดียวกับในตารางที่ 4.2 โดยใช้การวัดทางเลือกของ Synchronicity (Synchronicity1) และผลลัพธ์จะถูกรายงานในตารางที่ 4.4 ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Indicator, Block Number, and Block Ratio เป็นค่าลบทั้งหมดและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ซึ่งบ่งชี้ว่า Block Trade ช่วยลดการเคลื่อนไหวร่วมของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญตามการวัดทางเลือกของ Synchronicity นี้ ขนาดและนัยสำคัญทางสถิติของสัมประสิทธิ์มักใกล้เคียงกับค่าในตารางที่ 4.2 ซึ่งสามารถสรุปค่าตารางที่ 4.4 ได้ดังนี้

จากตารางที่ 4.4 รายงานสมการการถดถอยของสัญญา SSF Block Trade ของ Series Z ในคอลัมน์ (1), (3) และ (5) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์จาก สมการการถดถอยของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) บนตัวแปร Block trade โดยไม่มีตัวแปรควบคุมเพิ่มเติมและผลกระทบคงที่ ตัวแปร Block trade ทั้งสามมีความสัมพันธ์เชิงลบ ในคอลัมน์ (1), (3) และ (5) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% โดยในคอลัมน์ (2), (4), (6) ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์สำหรับแบบจำลองเต็มรูปแบบพร้อมตัวแปรควบคุมและให้ผลกระทบของอุตสาหกรรมและปีที่คงที่

ดังที่แสดงในคอลัมน์ (2) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Indicator นั้นติดลบอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งบ่งชี้ว่าหลังจากควบคุมปัจจัยอื่นแล้วความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) ของราคาหลักทรัพย์จะลดลง 0.0923 โดยเฉลี่ยสำหรับ บริษัทที่มี Block trade อย่างน้อยหนึ่งครั้งในปีนั้นๆ ในคอลัมน์ (4) ค่าสัมประสิทธิ์ของ

Block Number (-0.0454, p-value <0.01) ยังคงเป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 99% ในคอลัมน์ (6) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Block Ratio (-0.0069, p-value <0.01) ยังคงเป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

ตัวแปรควบคุมที่มีผลไม่แตกต่างจากตารางที่ 4.2 มีดังนี้

- ค่าสัมประสิทธิ์ของ MTB เป็นค่าลบและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ Size เป็นค่าบวกและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ Top Share เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ในทุก

คอลัมน์

- ค่าสัมประสิทธิ์ของ STDROA เป็นค่าลบและ โดย STDROA ไม่มีนัยสำคัญใน

คอลัมน์ (2) และ (4)

ตัวแปรควบคุมที่มีผลแตกต่างจากตารางที่ 4.2 มีดังนี้

- ค่าสัมประสิทธิ์ของ Lev เป็นค่าลบและไม่มีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ SET เป็นค่าบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ In Share เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญในทุกคอลัมน์
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ SOE เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญเพิ่มในคอลัมน์ (2)
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ AOM เป็นค่าบวกและมีนัยสำคัญเพิ่มในคอลัมน์ (4)
- ค่าสัมประสิทธิ์ของ OI เป็นค่าบวก และมีนัยสำคัญเพิ่มในคอลัมน์ (2) และ (4)

จะเห็นได้ว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติในตารางที่ 4.5 มีตัวแปรควบคุมหลายตัวที่มีระดับนัยสำคัญ ที่ให้ผลที่ต่างจากในตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นว่าตลาดไทยนั้น อาจจะมีการเปลี่ยนแปลงของการถ่ายทอดข้อมูลต่างๆ ทำให้ผลที่เกิดขึ้นนั้นแสดงผลหลังจากการกระทำที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งอาจจะเกิดผลกระทบก่อนหรือล่าช้าออกไป 1-2 สัปดาห์ ซึ่งสามารถชี้วัดได้ถึงพฤติกรรมและลักษณะของตลาดหลักทรัพย์ในไทยและนักลงทุนที่ผลกระทบนั้นอาจจะไม่ได้เกิดขึ้น ณ วันซื้อขายจริง ซึ่งเป็นหัวข้อที่น่าสนใจที่จะศึกษาเพิ่มเติม

4.4.2 ผลกระทบด้านราคาอย่างถาวรของ Block Trade ต่อ Synchronicity

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการดำเนินการสมการการถดถอยของผลกระทบของราคารวม (Sum Price Impact) ผลกระทบของราคาเฉลี่ย (Avg Price Impact), Block Trades ที่มีผลกระทบกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์(Synchronicity)ของหลักทรัพย์แบบล่าช้า โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (Robusted)

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)
sumpriceim~t	-1.3298 **	-0.1411		
avgpriceim~t			-4.7658 *	-0.4771
Other Controls	No	Yes	No	Yes
Industry Fixed Effects	No	No	No	No
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5658	5658	5658	5658
R ²	0.0006	0.1097	0.0005	0.1097

ผลลัพธ์โดยใช้การวัดทางเลือกของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ของผู้วิจัย จนถึงขณะนี้ใช้คำจำกัดความของ ค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) ของราคาหลักทรัพย์ตาม R² จากการประมาณสมการ (2) ในส่วนย่อยนี้ผู้วิจัยตรวจสอบว่าผลลัพธ์ของผู้วิจัยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลลัพธ์พื้นฐานตารางที่ 4.3 หรือไม่ สำหรับการวัดทางเลือกของความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity1) ผู้วิจัยใช้สมการด้านล่างเพื่อประมาณ R² สำหรับหลักทรัพย์ในหนึ่งปีตามข้อมูลรายสัปดาห์ ตามสมการที่ (10)

โดยผลลัพธ์แสดงไว้ในตารางที่ 4.5 คอลัมน์ (1) แสดงให้เห็นว่า Sum Price Impact เป็นไปในทางลบและมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 5% กับค่า Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ในแง่ของความสำเร็จทางเศรษฐกิจ ค่าสัมประสิทธิ์ -1.3298 จาก สำหรับ Sum Price Impact ใน คอลัมน์ (2) ไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งให้เห็นว่าการควบคุมตัวแปรอื่นๆ ทำให้ Sum Price Impact จะลด Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ลง เช่นเดียวกันในคอลัมน์ (3) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Avg Price Impact เป็นค่าลบและมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 10% ซึ่งบ่งชี้ว่าเนื้อหาข้อมูลของ Block Trade มีส่วนช่วยลด Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ ความสำเร็จทางเศรษฐกิจของค่าสัมประสิทธิ์ต่อ ผลกระทบของราคาเฉลี่ยคือใกล้เคียงกับ ผลกระทบราคารวม แต่ในคอลัมน์ (4) ค่าสัมประสิทธิ์ของ Avg Price Impact เป็นค่าลบแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพของการจัดสรรเงินทุน ความสอดคล้องกันในระดับที่ค่อนข้างสูงอาจชี้แจงการเติบโตทางเศรษฐกิจซึ่งโดยปกติแล้วจะเป็นสิ่งสำคัญอันดับต้น ๆ สำหรับเศรษฐกิจในประเทศ ในการศึกษาที่เราตั้งสมมติฐานว่าการซื้อขาย Block Trade ที่เริ่มต้นบนแพลตฟอร์มการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จะกำหนดข้อมูลเฉพาะของ บริษัท ลงในราคาหลักทรัพย์ ซึ่งลดการเคลื่อนไหวแบบความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) ของราคาหลักทรัพย์

จากผลการทดลองผู้วิจัยสรุปได้ว่า ผลกระทบของการซื้อขายของ Block Trade ที่มีต่อความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์นั้น พบว่าการซื้อขาย Block Trade มีความเกี่ยวข้องในเชิงลบกับ ค่าความสอดคล้องกันของราคาหลักทรัพย์กับตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรม (Synchronicity) นอกจากนี้ผลกระทบของการซื้อขาย Block Trade จะแตกต่างกันไปตามสภาพแวดล้อมข้อมูลของบริษัท

สำหรับค่ารบกวนที่อาจจะเพิ่มขึ้นจากการลดลงของความสอดคล้องกันของผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้น ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่าเนื้อหาข้อมูลของ Block Trade มีความสำคัญ การเชื่อมโยงเชิงลบและมีนัยสำคัญระหว่างเนื้อหาข้อมูลของการซื้อขาย Block Trade และ Synchronicity ของราคาหลักทรัพย์ไม่สนับสนุนมุมมองว่าการลดลงของความสอดคล้องกันของผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นเป็นผลมาจากค่ารบกวนที่เพิ่มขึ้น

ผลการทดลอง Premium Block Trade และ Discount Block Trade พบว่าข้อมูล ณ วันทำการซื้อขายจริง จะทำให้ Premium Block Trade และ Discount Block Trade มีความสัมพันธ์กับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ในทิศทางตรงกันข้าม โดยมี Discount number Premium Ratio และ Discount Ratio ที่สามารถอธิบายความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ข้อมูลก่อนหน้าหรือล่าช้าจะส่งผลต่อทิศทางความสัมพันธ์ โดยส่งผลให้ Discount Indicator และ Discount Number มีผลในทิศทางเดียวกับความสอดคล้องของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) โดยมี Pre Indicator Dis number Pre Ratio และ Dis Ratio ที่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบผลกระทบระหว่าง Premium Block Trade และ Discount Block Trade พบว่า Premium Block Trade มีผลกระทบมากกว่า คือ ราคาของ

หลักทรัพย์มากกว่าราคาปิดของหลักทรัพย์วันก่อนหน้า (Premium Block Trade) ที่มีผลต่อ Synchronicity มากกว่า Discount Block Trade เนื่องมาจากนักลงทุนที่ซื้อขายที่เป็นรายการ Premium Block Trade อาจจะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนที่ซื้อขายที่เป็นรายการ Discount Block Trade

การค้นคว้าวิจัยนี้มีผลกระทบต่อผู้กำหนดนโยบายและผู้มีส่วนร่วมในตลาดทุน และระบบเศรษฐกิจในประเทศ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่ที่คล้ายกับตลาดหลักทรัพย์จีน ซึ่งสภาพแวดล้อมของนักลงทุนค่อนข้างน้อยและคนนักลงทุนมีเงินลงทุนน้อยเมื่อเทียบกับตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว การที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดเกิดใหม่จะมีการถูกระเบียบที่เข้มข้นน้อยกว่าตลาดทุนพัฒนาแล้ว การการบังคับใช้เกี่ยวกับการเผยแพร่ข้อมูลเข้าถึงนักลงทุนอย่างมีจำกัด และการมีอิทธิพลของรัฐบาลที่มากเกินไปจะทำให้บริษัทไม่สามารถดำเนินกิจการไปได้ดี ซึ่งนักลงทุนสามารถนำงานวิจัยนี้ไปใช้สร้างแผนในการลงทุนได้ ซึ่งงานวิจัยที่เรากันพบเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ (Synchronicity) ที่ลดลงจากการมี Block trade ซึ่งประสิทธิภาพของตลาดในประเทศที่เกิดใหม่นั้นอาจจะต้องมีการออกแบบกลไกการซื้อขายให้มีความเหมาะสม เช่น มีระบบหรือแพลตฟอร์มการซื้อขาย Block Trade ที่เข้าถึงได้ง่าย ที่อำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนหรือผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุนและมีข้อมูลเฉพาะเจาะจงแต่หลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ Chan, Hameed, and Kang (2013) พบว่า ราคาของหลักทรัพย์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับความสัมพันธ์ของแต่ละหลักทรัพย์ เนื่องมาจากสภาพคล่องของแต่ละหลักทรัพย์น้อยและมีการปกปิดข้อมูลบางอย่างเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นด้วย ซึ่งสภาพคล่องมีความสำคัญมากต่อการเติบโตและการพัฒนาตลาดทุนด้วย

บรรณานุกรม

- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15. doi:10.1016/j.jcorpfin.2013.01.001
- Ball, R., & Finn, F. J. (1989). The effect of block transactions on share prices: Australian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 13(3), 397-419.
- Chan, L. K., & Lakonishok, J. (1993). Institutional trades and intraday stock price behavior. *Journal of financial economics*, 33(2), 173-199.
- Chan, L. K., & Lakonishok, J. J. T. J. o. F. (1995). The behavior of stock prices around institutional trades. 50(4), 1147-1174.
- Dang, T. L., Moshirian, F., & Zhang, B. (2015). Commonality in news around the world. *Journal of financial economics*, 116(1), 82-110. doi:10.1016/j.jfineco.2014.11.007
- Dann, L. Y., Mayers, D., & Raab Jr, R. J. (1977). Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment. *Journal of financial economics*, 4(1), 3-22.
- Easley, D., & O'Hara, M. (1987). Price, trade size, and information in securities markets. *Journal of financial economics*, 19(1), 69-90.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Gul, F. A., Kim, J.-B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of financial economics*, 95(3), 425-442.
- Holthausen, R. W., Leftwich, R. W., & Mayers, D. (1987). The effect of large block transactions on security prices: A cross-sectional analysis. *Journal of financial economics*, 19(2), 237-267.
- Holthausen, R. W., Leftwich, R. W., & Mayers, D. (1990). Large-block transactions, the speed of response, and temporary and permanent stock-price effects. *Journal of financial economics*, 26(1), 71-95.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial economics*, 79(2), 257-292.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Keim, D. B., & Madhavan, A. (1996). The upstairs market for large-block transactions: Analysis and measurement of price effects. *The Review of Financial Studies*, 9(1), 1-36.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 108(3), 717-737.
- Kraus, A., & Stoll, H. R. (1972). Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange. *The Journal of Finance*, 27(3), 569-588.
- Li, K., Morck, R., Yang, F., & Yeung, B. (2004). Firm-specific variation and openness in emerging markets. *Review of Economics Statistics*, 86(3), 658-669.
- Meng, Q., Song, X., Liu, C., Wu, Q., & Zeng, H. (2020). The impact of block trades on stock price synchronicity: Evidence from China. *International Review of Economics and finance*, 68, 239-253.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of financial economics*, 58(1-2), 215-260.
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. J. T. a. r. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The accounting review*, 79(4), 1119-1151.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559-586.
- Roll, R. (1988). R2. *Journal of Finance*, 43(3), 541-566.
- Saar, G. (2001). Price impact asymmetry of block trades: An institutional trading explanation. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 1153-1181.
- Scholes, M. S. J. T. J. o. B. (1972). The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. 45(2), 179-211.
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 187-214.



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมใน Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z

ผลการวิจัยขั้นพื้นฐาน

ตารางที่ ผ. 1 ตาราง Block Indicator ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *,**,*** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)**									
Accumulated M						(-)						
Accumulated U									(-)			
Accumulated Z												(-)**
Closed H			(-)									
Closed M						(+)						

ตารางที่ ผ. 3 ตาราง Block ratio ของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *,**,*** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

Closed H			(-)									
Closed M						(-)						
Closed U									(+)			
Closed Z												(+)
Every 15	(+)*	(-)	(-)**	(-)**	(-)**	(-)	(-)	(-)*	(-)	(-)**	(-)	(+)
Every 30	(-)	(-)**	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)*	(-)**	(-)	(+)
Accumulated H robusted			(-)									
Accumulated M robusted						(-)**						
Accumulated U robusted									(-)			
Accumulated Z robusted												(-)**
C l o s e d H robusted			(+)									
C l o s e d M robusted						(+)						
C l o s e d U robusted									(+)**			
C l o s e d Z robusted												(+)
E v e r y 1 5 robusted	(+)**	(+)	(-)*	(-)**	(-)**	(-)	(-)	(-)**	(-)	(-)**	(-)**	(+)*

ตารางที่ ผ. 4 ตาราง Sum price Impactของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสมวันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *,**,*** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

Every 15	(-)**	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)**
Every 30	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)**	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Accumulated H robusted			(-)									
Accumulated M robusted						(-)						
Accumulated U robusted									(-)			
Accumulated Z robusted												(-)
Closed H robusted			(+)									
Closed M robusted						(-)						
Closed U robusted									(+)			
Closed Z robusted												(-)
Every 15 robusted	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(-)	(-)	(+)	(-)	(-)
Every 30 robusted	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)

ตารางที่ ผ. 5 ตาราง Average price Impactของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสม วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

model	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
Accumulated H			(-)**									
Accumulated M						(-)**						
Accumulated U									(-)**			
Accumulated Z												(-)
Closed H			(-)**									
Closed M						(-)**						
Closed U									(-)*			
Closed Z												(-)**
Every 15	(-)*	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)**
Every 30	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)*	(-)	(-)**	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Accumulated H robusted			(-)									
Accumulated M robusted						(-)						
Accumulated U robusted									(-)			

ตารางที่ ผ. 5 ตาราง Average price Impactของแต่ละช่วงเวลาต่างๆดังนี้ ณ วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z และ ณ วันที่ 15 และ 30 ของทุกเดือน (ยกเว้นเดือนกุมภาพันธ์ที่เป็นวันที่ 28) และแบบสะสม วันที่สิ้นสุดสัญญา H M U Z โดยที่ทุกตัวแปรอ้างอิงมาจากภาคผนวกและค่า t-values โดยที่ *, **, *** แสดงถึงระดับความเชื่อมั่นที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ (ต่อ)

Accumulated Z robusted													(-)
Closed H robusted			(+)										
Closed M robusted						(+)							
Closed U robusted									(+)				
Closed Z robusted													(-)
Every 15 robusted	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(-)	(-)	(+)	(-)	(-)	
Every 30 robusted	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)	

ภาคผนวก ข.

กฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมการซื้อขายรายใหญ่ (Block Trade) สำหรับประเทศไทย

การลงทุนซื้อขายผลิตภัณฑ์ Single Stock Future (SSF) จำนวนหลายสัญญาผ่านระบบของบริษัทตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) จะใช้บริการการส่งคำสั่งซื้อขายผลิตภัณฑ์ SSF แบบ Block Trade ซึ่งเป็นบริการที่เปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถลงทุนซื้อขาย SSF ได้จำนวน หลาย ๆ สัญญา ตาม TFEX กำหนดไว้ จำนวนขั้นต่ำที่ 20 สัญญา 100 สัญญา 500 สัญญา หรือ 1,000 สัญญา (1 สัญญา = 1,000 หลักทรัพย์) ขึ้นกับหลักทรัพย์อ้างอิงที่ต้องการทำรายการ อ้างอิงจากประกาศตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) มีผลบังคับใช้วันที่ 13 กรกฎาคม 2563 ดังนี้คือ

1. หลักทรัพย์อ้างอิง 20 สัญญา คือ ADVANC, AEONTS, AOT, BBL, BH, BJC, CBG, CPALL, CPN, DELTA, EGCO, GPSC, GULF, INTUCH, KBANK, KKP, M, MTC, PTTEP, PTTGC, RATCH, ROBINS, SAWAD, SCB, SCC, TCAP, TISCO, TOP, TQM

2. หลักทรัพย์อ้างอิง 100 สัญญา คือ AMATA, BANPU, BAY, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BDMS, BLA, BPP, BTS, CENTEL, CK, COM7, CPF, DTAC, EA, EASTW, GFPT, GLOBAL, HANA, HMPRO, IVL, KCE, KTB, KTC, JMT, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, OSP, PSH, PTG, PTT, RS, SPALI, SPCG, STA, STEC, TASCO, THG, TOA, TTW, TU, TVO, UNIQ, VNT

3. หลักทรัพย์อ้างอิง 500 สัญญา คือ AAV, AP, BA, BEAUTY, BEC, BEM, BLAND, CHG, CKP, EPG, ERW, ESSO, GUNKUL, ICHI, IRPC, ITD, JAS, LPN, ORI, PLANB, PRM, PSL, QH, S, SAMART, SGP, SIRI, SPRC, STPI, THANI, TKN, TMB, TTA, TTCL, VGI, VNG, WHA, WHAUP

อ้างอิงจากประกาศตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (TFEX) มีผลบังคับใช้วันที่ 10 มิถุนายน 2562 ดังนี้คือ หลักทรัพย์อ้างอิง 1000 สัญญา คือ SUPER

ตารางที่ ผ. 6 ลักษณะของสัญญา Single Stock Future (SSF)

ผลิตภัณฑ์	Single Stock Future
สินค้าอ้างอิง	หลักทรัพย์สามัญจดทะเบียนตามรายชื่อที่ TFEX ประกาศ
ตัวคูณดัชนี (1 จุดของดัชนี/ขนาดสัญญา)	1 สัญญา เท่ากับ 1000 หลักทรัพย์
เดือนที่สัญญาสิ้นสุดอายุ	เดือนมีนาคม มิถุนายน กันยายน และธันวาคม โดยนับไปไม่เกิน 4 ไตรมาส
ราคาเสนอขายขั้นต่ำ(ต่อสัญญา)	0.01 บาท
ช่วงการเปลี่ยนแปลงของราคาสูงสุดแต่ละวัน	± 30% ของราคาที่ชำระล่าสุด
การจำกัดฐานะ	ตามประกาศ TFEX
วันซื้อขายวันสุดท้าย	วันทำการก่อนวันทำการสุดท้ายของเดือนที่สัญญาสิ้นสุดอายุ โดยสัญญาที่ครบอายุจะสิ้นสุดการซื้อขายในเวลา 16.30 น.
ราคาที่ใช้ชำระราคาในวันซื้อขายวันสุดท้าย	ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของการซื้อขายหลักทรัพย์อ้างอิงในวันซื้อขายวันสุดท้ายในช่วง 15 นาที สุดท้ายและค่าดัชนีราคาปิดของวันนั้น โดยใช้ศนิยม 2 ตำแหน่ง
วิธีการส่งมอบ/ชำระราคา	ชำระราคาเป็นเงินสด
ตัวย่อเดือนหมดอายุ	H - มีนาคม, M - มิถุนายน, U - กันยายน, Z - ธันวาคม
ปีที่สัญญาครบอายุ	ปี ค.ศ. สองหลัก เช่นปี ค.ศ. 2018 ใช้เลข 18
เวลาซื้อขาย	Pre-Open : 09.15 น. - 09.45 น. Morning Session : 09.45 น. - 12.30 น. Pre-Open : 13.45 น. - 14.15 น. Afternoon Session : 14.15 น. - 16.55 น.